

第二节 筹资决策

三、资本结构理论

资本结构：指企业各种资金来源的构成及其比例关系，其中最重要的比例是负债比率。

第二节 筹资决策

(一) 早期资本结构理论 (★)

净收益观点；净营业收益观点；传统观点。

(二) MM资本结构理论 (★)

1958年，莫迪格莱尼 (Modigliani) 和米勒 (Miller) 提出了著名的MM理论。在无税收、资本可以自由流通、充分竞争、预期报酬率相同下的证券价格相同、完全信息、利率一致、高度完善和均衡的资本市场等一系列假设条件下，提出了两个重要命题：

第二节 筹资决策

命题 I——无论公司有无债权资本，其价值（普通股资本与长期债权资本的市场价值之和）等于公司所有资产的预期收益额（息税前利润）按适合该公司风险等级的必要报酬率（综合资本成本率）予以折现。这一命题的基本含义是公司的价值不会受资本结构的影响。

命题 II——利用财务杠杆的公司，其股权资本成本率随筹资额的增加而增加，因此公司的市场价值不会随债权资本比例的上升而增加。资本成本较低的债务给公司带来的财务杠杆利益会被股权资本成本率的上升而抵销。在没有企业和个人所得税的情况下，风险相同的企业，其价值不受负债及其程度的影响。

第二节 筹资决策

(二) 现代资本结构理论 (★★★)

代理成本理论；啄序理论；动态权衡理论；市场择时理论。

1. 代理成本理论：公司债务的违约风险是财务杠杆系数的增函数，随着公司债权资本的增加，债权人的监督成本随之提升，债权人会要求更高的利率。这种代理成本最终由股东承担，公司资本结构中债权比率过高会导致股东价值的降低。根据代理成本理论，债权资本适度的资本结构会增加股东的价值。

Handwritten notes and diagrams illustrating the relationship between debt and equity:

- A diagram showing a vertical line with "100%" at the top and "100%" at the bottom, with "100%" written in the middle.
- A diagram showing a vertical line with "20%" at the top and "80%" at the bottom, with "20%" written in the middle.
- A diagram showing a vertical line with "100%" at the top and "100%" at the bottom, with "100%" written in the middle.

第二节 筹资决策

2. 啄序理论：该理论认为公司倾向于首先采用内部筹资，因而不会传递任何可能对股价不利的信息；

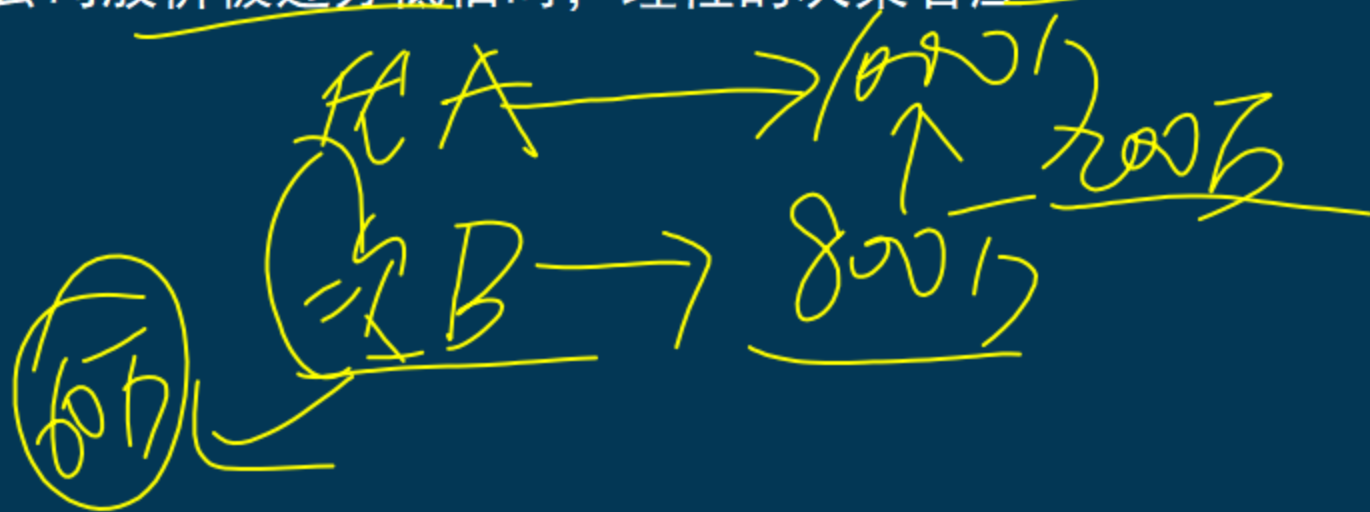
如果需要外部筹资，公司将先选择债权筹资，再选择其他外部股权筹资，这种筹资顺序的选择也不会传递对公司股价产生不利影响的信息。

按照啄序理论，不存在明显的目标资本结构。

第二节 筹资决策

3. 动态权衡理论：动态权衡理论将调整成本纳入模型之中，当成本调整小于次优资本结构所带来的公司价值损失时，公司的实际资本结构就会向其最优资本结构状态进行调整；否则，公司将取消调整。

4. 市场择时理论：在公司股价被高估时，理性的决策者应该选择增发股票；当公司股价被过分低估时，理性的决策者应该回购股票。



第二节 筹资决策

【单选题】根据资本结构理论中的啄序理论，公司倾向于首先选择的筹资方式是（ ）。

- A. 发行股票
- B. 银行贷款
- C. 发行债券
- D. 内部筹资

网校答案：D

网校解析：资本结构的啄序理论认为，公司倾向于首先采用内部筹资。

第二节 筹资决策

【单选题】将调整成本纳入最优资本结构分析的理论是（ ）

- A. 代理成本理论
- B. 啄序理论
- C. 动态权衡理论
- D. 市场择时理论

网校答案：C

网校解析：动态权衡理论将调整成本纳入模型之中，发现即使很小的成本调整也会使公司的负债率与最优水平发生较大的偏离。

第二节 筹资决策

四、资本结构决策

（一）资本结构的影响因素（★）

包括：企业财务目标、经营状况的稳定性和成长性、企业的财务状况和信用等级、企业资产结构、企业投资者及管理当局的态度、行业特征及发展周期、经济环境的税务政策及货币政策。

第二节 筹资决策

(二) 资本结构的决策方法 (★★★)

1. 企业资本结构决策即确定最佳资本结构。

2. 最佳资本结构指企业在适度财务风险的前提下，使其预期的综合资本成本率最低，同时使企业价值最大的资本结构。

(1) 资本成本比较法 (★)

1) 定义：指在适度财务风险的前提下，测算可供选择的不同资本结构或筹资组合方案的综合资本成本率，并以此为标准相互比较确定最佳资本结构的方法。

2) 决策原则：在适度财务风险的前提下，应选择筹资组合方案综合成本率最低的筹资组合方案为最佳筹资组合方案。

第二节 筹资决策

(2) 每股利润分析法 (★★★)

1) 含义：是利用每股利润无差别点进行资本结构决策的方法。

2) 每股利润无差别点：指两种或两种以上筹资方案下普通股每股利润相等时的息税前盈余点。

$$\frac{\text{EBIT} - \text{利息}}{\text{股数}} = \text{EPS}$$

Handwritten notes: 利息 = $i \times R$, 普通股每股利润

第二节 筹资决策

3) 计算公式

$$\frac{(\overline{\text{EBIT}} - I_1)(1 - T) - D_{p1}}{N_1} = \frac{(\overline{\text{EBIT}} - I_2)(1 - T) - D_{p2}}{N_2}$$

式中： $\overline{\text{EBIT}}$ ——息税前盈余平衡点，即每股利润无差别点；

I_1, I_2 ——两种筹资方式下的长期债务年利息；

D_{p1}, D_{p2} ——两种筹资方式下的优先股年股利；

N_1, N_2 ——两种筹资方式下的普通股股数。

第二节 筹资决策

4) 每股利润分析法的决策规则:

当企业的实际EBIT大于无差别点时, 选择资本成本固定型的筹资方式 (银行贷款、发行债券或优先股) 较为有利。

企业的实际EBIT小于无差别点时, 选择资本成本非固定型筹资方式 (发行普通股)。



第二节 筹资决策

【单选题】每股利润无差别点是指两种筹资方案下普通股（
）。

- A. 每股利润相等时的息税前盈余点
- B. 息税前盈余相等时的每股利润点
- C. 每股利润相等时的息前盈余点
- D. 息前盈余相等时的每股利润点

网校答案：A

网校解析：每股利润无差别点是指两种或两种以上筹资方案下普通股每股利润相等时的息税前盈余点。

第三节 投资决策

本节主要知识点

一、固定资产投资决策（案例分析）

二、长期股权投资决策